

Resumo

Este artigo analisa a relação entre ações preferenciais e problemas de agência, com base na teoria desenvolvida por William Meckling e Michael Jensen, no artigo intitulado “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure”. Analisou-se, sob a perspectiva dessa teoria, se a alteração do artigo 15, § 2º, promovida pela Lei 10.303/2001, que reduziu de dois terços para 50% o limite de emissão das ações preferenciais, contribuiu para solucionar problemas de agência e se é suficiente para tal. Por fim, por meio da análise da decisão proferida pelo colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), no processo CVM RJ 2013-5993, verificou-se que a inclusão de regras estatutárias direcionadas à proteção dos investidores titulares de ações preferenciais foi considerada satisfatória pelo órgão regulador como solução para os problemas de agência.

Palavras-chave: Regulação. Problemas de agência. Custos de agência. Ações superpreferenciais.

Abstract

This article examines the relationship between preferred shares and agency problems, based on the theory developed by William Meckling and Michael Jensen, in the article entitled “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure.” From the perspective of this theory, it was examined whether the amendment to article 15, paragraph 2, promoted by Law 10,303/2001, which reduced the emission limit values of preferred shares from two-thirds to 50%, contributed to solve agency problems and whether it is sufficient on its own. Finally, by analyzing the decision of the board of Securities and Exchange Commission of Brazil (CVM), in CVM process RJ 2013-5993, it was found that the inclusion of statutory rules, which are intended for the protection of investors who hold preferred shares, was considered satisfactory by the regulating entity as a solution to agency problems.

Keywords: Regulation. Agency problems. Agency costs. Super-preferred shares.

Introdução

Este artigo tem por objetivo analisar a relação entre ações preferenciais e problemas de agência. Pode-se definir relação de agência como aquela em que um sujeito, identificado como o titular de um interesse (principal), delega a terceiro (agente) tarefas orientadas à consecução desse interesse (CAVALLI, 2013). O problema de agência seria a tendência do agente de se apropriar de recursos da empresa, na forma de vantagens ou mordomias, para consumo próprio (MECKLING; JENSEN, 2008).

No âmbito da Lei 6.404/1976, as ações emitidas por sociedades anônimas, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, podem ser ordinárias, preferenciais ou de fruição (art. 15).

As ações preferenciais conferem a seus titulares vantagens patrimoniais e políticas em relação às ações ordinárias (art. 18 e seu parágrafo único e art. 19, da Lei 6.404/1976). Porém, a Lei Societária admite que o estatuto da companhia possa deixar de conferir a essa espécie de ação o direito de voto, ou conferi-lo com restrição (art. 111, da Lei 6.404/1976). No presente artigo, ações preferenciais referem-se a ações sem direito de voto ou com restrição ao exercício do direito de voto.

O art. 15, § 2º, da Lei 6.404/1976, originalmente previa que as ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição a esse direito teriam o limite de emissão de dois terços do total de ações. Porém, por meio da alteração legislativa promovida pela Lei 10.303/2001, o limite de emissão de ações preferenciais foi reduzido de dois terços para 50% do total de ações emitidas.

Essa alteração legislativa parece indicar que há uma tendência a se considerar que a desproporção entre capital investido e poder político pode gerar problemas de agência, na medida em que aumentou o percentual de ações necessárias para o controle de uma companhia, de 16,66% para 25% mais uma ação, do total de ações.

De acordo com o parecer do deputado Emerson Capaz apresentado à Comissão de Economia, Indústria e Comércio no âmbito do Projeto de Lei 3.519/1997, que deu origem à Lei 10.303/2001, existiria a intenção de eliminar da legislação societária a distorção gerada pela possibilidade de um controlador exercer seu poder de mando com a propriedade de pouco mais de 15% de seu capital.

Será analisada, assim, se a alteração do art. 15, § 2º, promovida pela Lei 10.303/2001, que reduziu de dois terços para 50% o limite de emissão das ações preferenciais, contribuiu para solucionar problemas de agência.

Para analisar como os problemas de agência podem ser reduzidos por meio da ampliação do percentual de ações ordinárias, será utilizada a teoria desenvolvida por William Meckling e Michael Jensen, no artigo intitulado *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*.

Essa teoria informa que os problemas de agência existem quando há separação entre propriedade e controle. Para os autores, à medida que a parcela do capital próprio do proprietário-administrador diminui, seus direitos parciais sobre o resultado também diminuem, o que o incentivará a se apropriar de maiores quantias dos recursos corporativos na forma de vantagens ou mordomias. Isso faz com que seja desejável para os acionistas gastarem mais recursos para monitorar o comportamento do administrador (MECKLING; JENSEN, 2008).

Nesse sentido, quanto maior a participação no capital do proprietário-administrador, maior será o incentivo quanto à distribuição de lucro à totalidade dos acionistas e menor será o incentivo para a expropriação de acionistas minoritários, por meio, por exemplo, de obtenção de vantagens não pecuniárias.

De acordo com essa teoria, a relação clássica de agência é aquela entre administradores da empresa e acionistas. Quanto mais a propriedade acionária for dispersa, menor condição terão os acionistas de monitorar os administradores, em razão de seu reduzido poder de influenciar as decisões da companhia, por meio do voto.

Transplantando o problema de agência para as companhias brasileiras, pode-se dizer que o principal problema de agência ocorre entre acionistas controladores e acionistas minoritários, uma vez que, em sua maioria, as companhias brasileiras possuem estrutura de controle majoritário.

A relação de agência, no caso objeto do tema em questão, se daria entre os acionistas controladores (agentes) e os acionistas preferencialistas (principal), sem direito de voto. Os acionistas preferencialistas investem na companhia, porém, delegam aos acionistas controladores sua administração e o poder de decidir o destino da companhia, quando abrem mão do direito de voto.

No exemplo da companhia Azul, a ser visto mais adiante, a inclusão de regras estatutárias direcionadas à proteção dos investidores titulares de ações preferenciais foi considerada satisfatória pelo órgão regulador quanto ao alinhamento de interesse com os acionistas controladores.

Para a consecução de seus objetivos, além desta introdução, o presente artigo discute, na segunda seção, se a nova proporciona-

lidade entre ações votantes e não votantes estabelecidas pela Lei 10.303/2001 é suficiente para eliminar problemas de agência. A terceira aborda se regras de governança estabelecidas em estatuto social são suficientes para eliminar problemas de agência, sob a perspectiva do caso da companhia Azul, julgado pela CVM. A quarta seção questiona o propósito do art. 15, § 2º. Por fim, é apresentada a conclusão.

Ações com direitos políticos e redução de problemas de agência

De acordo com a teoria desenvolvida por William Meckling e Michael Jensen, no artigo intitulado *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, a relação clássica de agência é aquela entre administradores da empresa e acionistas. Quanto mais a propriedade acionária for dispersa, menor condição terão os acionistas de monitorar os administradores, em razão de seu reduzido poder de influenciar as decisões da companhia, pela ausência de condição de reunir a quantidade de votos necessária para tal.

A diluição do poder político, por meio da dispersão do capital, faz nascer o problema de agência, entendendo-se, como tal, o desalinhamento de interesse entre proprietários e administradores. Tal desalinhamento decorre da premissa de que os agentes são maximizadores de utilidade e, portanto, há motivos racionais para que o agente não atue de modo a alcançar os maiores interesses do principal.

Para os autores, se o capital próprio tiver direito a voto, o administrador se interessará mais pelos efeitos sobre o bem-estar de longo prazo dos acionistas minoritários, uma vez que esses acionistas, tendo direito a voto, podem fazer com que ele perca o controle efetivo da empresa. Ou seja, para os autores, o direito ao voto alinha interesses.

Como mencionado na Introdução, a alteração promovida pela Lei 10.303/2001, no art. 15, § 2º, da Lei 6.404/1976, que reduziu de dois terços para 50% o limite de emissão das ações preferenciais, pareceu acatar a citada teoria, tendo em vista que elevou o percentual necessário de participação para o controle de uma companhia. Com a nova regra, o controle deve ser exercido com, no mínimo, 25% mais uma ação, em vez de com 16,66% mais uma ação do capital votante, como no sistema anterior.

Porém, seria suficiente a nova proporcionalidade entre ações votantes e não votantes, estabelecida pela lei, para eliminar problemas de agência entre acionistas controladores e acionistas preferencialistas?

Como dito anteriormente, “o principal problema de agência no mercado brasileiro ocorre entre acionistas controladores e acionistas minoritários, já que os primeiros podem não estar maximizando o retorno do investimento dos segundos” (GORGA, 2013, p. 55).

Existem estudos recentes que documentaram evidências empíricas sobre os problemas de agência entre acionistas controladores e acionistas minoritários, mostrando que,

quanto maior a concentração de votos separados do investimento realizado no capital total da sociedade, isto é, quanto maior a disparidade entre direito de voto e direito de fluxo de caixa – o que pode ocorrer em função da

capitalização por meio de ações preferenciais sem direito a voto, por exemplo –, maior é a expropriação de retorno dos acionistas minoritários e menor é o valor da sociedade (GORGA, 2013, p. 56).

Na medida em que a desproporção entre capital investido (acionistas preferencialistas) e poder de voto (acionistas controladores) foi reduzida por meio da supracitada regra legal, propriedade e controle passaram a ter maior interseção, solucionando problemas de agência.

Por outro lado, de acordo com a regra estabelecida pela Lei das S.A., a desproporção entre capital investido e direito político ainda é grande. Por essa razão, pode gerar incentivos inadequados para os acionistas controladores no que tange à expropriação dos acionistas minoritários.

A expropriação dos acionistas minoritários pode ocorrer, por exemplo, por meio da retenção dos lucros da companhia ou da distribuição disfarçada de lucro, mediante pagamento de altos salários para a administração, que normalmente é ocupada pelos acionistas controladores.

Nas companhias abertas, existem dois tipos de investidores:

Aqueles que comandam seus destinos ou que têm um interesse direto no processo de formação da vontade social, entre os quais se destaca o acionista controlador, e aqueles que estão interessados exclusivamente em seus resultados econômicos e financeiros, na valorização e na liquidez do investimento que realizaram. Para os primeiros, o direito de voto e o de influenciar nas deliberações

sociais é decisivo, ao passo que para os últimos, as vantagens patrimoniais e financeiras são fatores mais relevantes do que a existência de direitos políticos.

Assim, a possibilidade de as companhias emitirem ações de duas espécies – ordinárias e preferenciais – teria por objetivo suprir esses dois tipos de expectativa: a do acionista interessado em interferir na gestão e a do acionista meramente investidor, cujo maior interesse seria o recebimento de dividendos e a valorização do capital aplicado, contando, todavia, com adequados instrumentos de participação e fiscalização que lhe permitissem atingir tal desiderato (COSTA E SILVA, 2002, p. 17).

No âmbito da teoria em questão, os problemas de agência podem ser resolvidos ou mitigados por meio da aplicação de incentivos adequados para o agente e incorrendo em custos de monitoramento, visando limitar as atividades irregulares do agente. Assim, na maioria das relações de agência, principal e agente incorrerão em custos de monitoramento e de concessão de garantias, para que o agente aja de acordo com os interesses do principal (MECKLING; JENSEN, 2008).

Para esses autores, o nível dos custos de agência depende, entre outras coisas, de regulamentações e da sofisticação dos contratos. Tanto a legislação quanto a sofisticação dos contratos podem produzir incentivos para que as pessoas minimizem os custos de agência (MECKLING; JENSEN, 2008). Define-se custo de agência como a soma: (i) das despesas de monitoramento por parte do principal; (ii) das despesas com a concessão de garantias contratuais por parte do agente; e (iii) do custo residual (custo equivalente à redução do bem-estar do principal) (MECKLING; JENSEN, 2008).

Alguns instrumentos de proteção do investimento dos preferencialistas são oferecidos pela Lei 6.404/1976, no que tange à fiscalização e quanto às vantagens a que fazem jus. Observam-se os seguintes dispositivos destinados à proteção dos preferencialistas.

O art. 17 da Lei 6.404/1976 estabelece as vantagens das ações preferenciais e, notadamente, o § 1º desse dispositivo determina as vantagens econômicas das ações preferenciais que sejam negociadas em mercado.

Nos termos do art. 141, inciso II, § 4º, os preferencialistas que representem 10% do capital social terão direito a eleger, em votação em separado, um membro para o Conselho de Administração e, independentemente do percentual de participação, um membro para o Conselho Fiscal.

Encontra-se também, na lei, a possibilidade de aquisição de direito de voto pelas ações preferenciais, em caso de não pagamento de dividendos por três exercícios consecutivos. Essa medida, se aplicada, possibilita aos acionistas preferencialistas destituir administradores e controlar temporariamente a companhia (art. 109, § 1º, da Lei 6.404/1976).

A proteção dos investidores minoritários também pode ocorrer por mecanismos de mercado, por meio da inclusão de regras de governança, nos estatutos sociais das companhias, que agradem aos investidores, criando uma virtuosidade de competição.

De acordo com a teoria da firma elaborada por Meckling e Jensen, pode-se afirmar que o bom desempenho é a chave do sucesso de uma companhia, pois é isso que viabiliza a captação de investidores e a valorização de suas ações: em vez de traçar deveres fiduciários para os controladores e administradores, se as empresas estão competindo por capital e alguma empresa adota uma regra de governança con-

siderada boa pelo mercado, todas serão incentivadas a adotar essa regra. Essa questão será tratada na próxima seção do presente artigo.

Previsão estatutária de superpreferenciais como forma de solução de problema de agência

Em 24 de maio de 2013, a companhia aérea Azul S.A. protocolou na CVM um pedido de registro de companhia aberta categoria A e de oferta pública de distribuição primária e secundária de ações preferenciais de emissão da companhia.¹

Com o objetivo de contextualizar a questão, cite-se que o Código Brasileiro de Aeronáutica exige que 80% do capital votante das companhias aéreas seja detido por brasileiros. Trata-se, portanto, de uma regra que limita a possibilidade de captação de recursos por parte dessas companhias.²

O estatuto social da Azul, submetido à análise do órgão regulador, estabelecia que as ações ordinárias eram conversíveis em ações preferenciais, na proporção de 75 ações ordinárias para cada ação preferencial; como também que as ações preferenciais seriam detentoras de vantagens econômicas 75 vezes maiores do que as ações ordinárias, nos seguintes termos:

1 Posteriormente a companhia desistiu do pedido de oferta pública protocolado na CVM.

2 Lei 7.565, de 19 de dezembro de 1986, art. 181. “A concessão somente será dada à pessoa jurídica brasileira que tiver: I – sede no Brasil; II – pelo menos 4/5 (quatro quintos) do capital com direito a voto, pertencente a brasileiros, prevalecendo essa limitação nos eventuais aumentos do capital social; e III – direção confiada exclusivamente a brasileiros.”

Art. 5º – O capital social da Companhia, totalmente integralizado em moeda corrente nacional, é de R\$ 473.968.512,62 (quatrocentos e setenta e três milhões, novecentos e sessenta e oito mil, quinhentos e doze reais e sessenta e dois centavos), dividido em 464.482.529 (quatrocentas e sessenta e quatro milhões, quatrocentas e oitenta e duas mil, quinhentas e vinte e nove) ações ordinárias, 83.395.080 (oitenta e três milhões, trezentas e noventa e cinco mil e oitenta) ações preferenciais, todas nominativas e sem valor nominal. (...)

Parágrafo Terceiro – As ações ordinárias são conversíveis em ações preferenciais, a critério dos respectivos titulares dessas ações, na proporção de 75 (setenta e cinco) ações ordinárias para cada ação preferencial, desde que estejam inteiramente integralizadas e não haja violação à proporção legal de ações ordinárias e preferenciais. (...)

Parágrafo Décimo – As seguintes preferências e vantagens são garantidas às ações preferenciais de emissão da Companhia:

- (i) prioridade no reembolso de capital;
- (ii) direito de serem incluídas em oferta pública de aquisição de ações em decorrência de alienação de controle da companhia nas mesmas condições e ao preço por ação equivalente a 75 (setenta e cinco) vezes o preço por ação pago ao acionista controlador alienante;
- (iii) direito ao recebimento de valores equivalentes a 75 (setenta e cinco) vezes o valor atribuído às ações ordi-

nárias, em caso de liquidação da companhia, quando da divisão dos ativos remanescentes entre os acionistas; e

(iv) direito ao recebimento de dividendos iguais a 75 (setenta e cinco) vezes o valor pago a cada ação ordinária.³

Além disso, foram estabelecidas no estatuto regras de governança com o intuito de resguardar os futuros titulares de ações preferenciais que seriam emitidas pela companhia.

O Conselho de Administração seria composto por, no mínimo, 20% de conselheiros independentes e os acionistas preferencialistas teriam direito a eleger: (i) dois membros enquanto detiverem participação acionária que lhes assegure o direito de receber, no mínimo, 40% dos valores decorrentes da liquidação da companhia; e (ii) um membro enquanto detiver participação acionária que lhes assegure o direito de receber, no mínimo, 20% dos valores decorrentes da liquidação da companhia.⁴

No mesmo sentido, a Comissão de Listagem nos Segmentos Especiais da BM&FBovespa recomendou a inclusão de algumas medidas de governança corporativa adicionais à companhia, que se comprometeu a reformar seu estatuto social para: (i) que no mínimo 60% dos membros do Conselho de Administração sejam conselheiros independentes; (ii) que dois membros do Conselho de Administração sejam eleitos em votação separada, pela maioria dos acionistas preferencialistas presentes à AGO; (iii) prever a existência e funcionamento permanente do Comitê de Remuneração e do Comitê de Governança; (iv) instituir o direito de voto dos preferencialistas

³ Retirado do Parecer /Nº 009/2013/PFE-CVM/PGF/AGU.

⁴ O Conselho de Administração teria de cinco a dez membros.

análogo ao dos ordinaristas na Assembleia Geral que deliberar sobre a fixação da remuneração global dos administradores.

Essas seriam as características das chamadas ações superpreferenciais. Em tese, os direitos conferidos aos titulares de ações preferenciais dessa companhia seriam uma forma de compensar a ausência de poder político desses acionistas, solucionando problemas de agência por meio de mecanismos de governança.

A Superintendência de Empresas da CVM (SEP), no entanto, apontou que o art. 5º do estatuto da companhia continha uma irregularidade ao desrespeitar o art. 15, § 2º, da Lei 6.404/1976. Para a SEP, o dispositivo dessa lei não trata somente de uma proporção em relação à quantidade de ações, mas também de uma proporção quanto ao aporte econômico. Por essa razão, a SEP indeferiu o pedido da Azul de registro de companhia aberta categoria A (BRASIL, 2013).

De acordo com a SEP, as ações preferenciais que seriam emitidas pela Azul poderiam fazer jus a direitos econômicos em proporção tamanha que o controle poderia ser exercido por acionistas que tivessem aportado recursos equivalentes a cerca de 0,7% do capital social e isso, em sua visão, contrariaria o artigo da lei supracitado.

A Procuradoria Federal Especializada manifestou o mesmo entendimento da SEP, requerendo a manutenção do indeferimento de registro de companhia aberta categoria A (BRASIL, 2013).

No entanto, o colegiado da CVM decidiu de forma diversa da orientação da área técnica da CVM e da Procuradoria Federal Especializada. Essencialmente, o colegiado entendeu que deve ser resguardada a liberdade de contratar entre os acionistas e que o mercado cuidará de premiar ou punir as estruturas de governança delineadas pelas companhias para a solução de problemas de agência.

A relatora Ana Maria Novaes fundamentou seu voto, entre outras questões, alegando que não cabe ao órgão regulador interferir nas regras de governança estabelecidas pelas companhias e argumentou que é função do mercado efetuar os ajustes na precificação dos ativos, por potenciais desalinhamentos.⁵

A diretora Luciana Dias, em sua declaração de voto, manifestou-se no sentido de que a estrutura de governança da companhia, adotada em seu estatuto social, seria suficiente para alinhar interesses.⁶

5 Trecho do relatório da diretora Ana Maria Novaes: “(...) 96. Assim, se uma companhia tem um potencial desalinhamento que já é identificado por esta Autarquia, o papel desta é exigir que eventuais conflitos sejam devidamente explicitados na seção 4 do Formulário de Referência (fatores de risco), tal como bem sinalizado no presente caso pela SEP (fl. 1.373). No caso concreto, uma vez explicitada para o mercado a estrutura de capital e o propósito dela, cabe ao mercado – no regime da informação ampla e completa (*full disclosure*) – decidir se acredita nos propósitos do acionista controlador, se dá um desconto para o potencial desalinhamento, ou não. Assim, a precificação de potenciais desalinhamentos cabe ao mercado e não à CVM. Pode-se mesmo imaginar uma situação em que o mercado inicialmente desconfie do comportamento potencial do acionista controlador, mas com o passar do tempo, perceba que este risco é desprezível ou inexistente e, a partir daí, a companhia passe a comandar um múltiplo maior no Mercado”. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0010/8923-2.pdf>>. Acesso em: 10 out. 2017.

6 Trecho da declaração de voto da diretora Luciana Dias: “[...] 27. Além disso, as superpreferenciais, tal como propostas pela Azul, asseguram aos seus detentores certos direitos e prerrogativas que ajudam a alinhar os interesses entre preferencialistas e ordinaristas. As superpreferenciais da Azul garantem as vantagens patrimoniais dos preferencialistas em situação de alienação de controle ao lhes conferir o direito de vender suas ações por preço equivalente a 75 vezes o pago às ações do controlador em oferta pública por alienação de controle, impedindo assim que o controlador se aproprie individualmente do prêmio de controle. Em outras palavras, as vantagens patrimoniais das superpreferenciais propostas não se limitam ao fluxo de caixa da Companhia, mas elas também repartem o eventual prêmio de controle. 28. A estrutura de governança da Azul assegura uma representação significativa dos superpreferencialistas no conselho de administração, além de contar com conselheiros independentes. As superpreferenciais também conferem aos seus titulares o direito de votar nas decisões mais relevantes para a Companhia, inclusive sobre a remuneração dos administradores, caso tal remuneração ultrapasse um determinado patamar. 29. Assim, a meu ver, a Azul tem mecanismos de governança e de alinhamento de interesses que mitigam o potencial desalinhamento causado pela desproporção entre poderes políticos e contribuição econômica.” Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0010/8923-3.pdf>>. Acesso em: 10 out. 2017.

A decisão do colegiado da CVM, tanto na fundamentação do voto da relatora, Ana Maria Novaes, como na declaração de voto da diretora Luciana Dias, acata integralmente a teoria formulada por Meckling e Jensen, pois presume que existe a liberdade de contratação entre acionistas, retira da esfera da lei e do regulador a responsabilidade pela imposição da adoção de mecanismos de alinhamento de interesse e remete para o mercado a solução dos problemas de agência.

Nesse sentido, o colegiado parece também ter seguido a linha da teoria desenvolvida por Frank H. Easterbrook e Daniel R. Fischel no artigo *The corporate contract* (EASTERBROOK; FISCHEL, 1989). Segundo essa teoria, o mercado premia ou pune os proprietários-administradores que entregam ou não aquilo que prometem, não havendo, portanto, a necessidade de uma regulação. Nas palavras de Cavalli (2013, p. 205), citando Easterbrook e Fischel,

descortina-se aqui uma perspectiva evolucionária do direito societário, na qual as pressões de mercado tenderão, no longo prazo, a excluir do mercado as empresas menos aptas, isto é, aquelas que não adotarem estruturas ótimas de governança.

Propósito do art. 15, § 2º, da Lei 6.404/1976

Entendendo-se que o art. 15, § 2º, da Lei 6.404/1976, estabelece uma limitação meramente quantitativa sobre a emissão de ações preferenciais, qual seria a utilidade ou o propósito da existência do referido dispositivo?

Considerando que a Lei Societária permite que o estatuto atribua às ações preferenciais valor infinitamente superior ao das ações ordinárias, o dispositivo em questão não cumpre a função de limitar a desproporção entre poder político e capital investido, nem qualquer outra função, essencialmente falando.

Nessa senda, a análise da evolução histórica do dispositivo, desde a edição do Decreto 21.526/1932, até a edição da Lei 10.303/2001, pode trazer alguma clareza sobre o assunto.

As ações preferenciais foram introduzidas no direito brasileiro pelo Decreto 21.526, de 15 de junho de 1932, que não estabelecia qualquer limite para a sua emissão.

Posteriormente, o Decreto-Lei 2.627/1940, de 26 de setembro de 1940, a antiga Lei Societária, limitou a 50% do capital social a emissão de ações preferenciais sem direito a voto.

Com o advento da Lei 6.404/1976, ampliou-se o limite de emissão de ação preferencial sem direito a voto, estabelecendo que não poderia ultrapassar dois terços do total de ações e, com a alteração promovida pela Lei 10.303/2001, ficou reduzido o limite de emissão de ação preferencial sem direito a voto em 50% do total de ações emitidas.

Pode-se concluir, assim, que, para a efetiva solução de problemas de agência, por meio da regra legal em questão, o dispositivo deveria limitar a emissão de ações preferenciais ao total do capital social, conforme a sistemática estabelecida na lei de 1940.

Além disso, como dito anteriormente, a lei deveria exigir um percentual maior de ações ordinárias para o controle da companhia, uma vez que a possibilidade de controlar uma companhia com 25%

mais uma ação parece não solucionar o potencial desalinhamento entre investidores e acionistas controladores.

A alteração da regra legal poderia proporcionar a resolução de problemas de agência, a menor custo. Apesar de a teoria da firma elaborada por Jensen e Meckling advogar que cabe primordialmente ao mercado a solução de problemas de agência, por meio da adoção de boas regras de governança pelas companhias, o estabelecimento de *standards* legais para questões mais usuais não é descartado.

No âmbito da teoria desenvolvida por Easterbrook e Fischel, esses autores também reconhecem que a existência de regras de direito societário contribui para diminuir os problemas de agência, sem custo, notadamente quando se trata de questões que são usualmente do interesse de todas as corporações.⁷

Tendo em vista que a adoção de mecanismos de governança orientados a solucionar problemas de agência envolve custos, impõe-se uma análise comparativa de instituições que evidenciem as situações concretas em que há ganho marginal quando comparado ao custo marginal desses mecanismos. Vale dizer, deve-se verificar se as perdas decorrentes do problema de agência são maiores ou menores do que os custos de agência, isto é, custos relacionados à solução dos problemas de agência. Da mesma maneira, pode-se observar como diferentes instituições jurídicas,

7 “Why not just abolish corporate law and let people negotiate whatever contracts they please? The short but not entirely satisfactory answer is that corporate law is a set of terms available off-the-rack so that participants in corporate ventures can save the cost of contracting. There are lots of terms, such as rules for voting, establishing quorums, and so on, that almost everyone will want to adopt. Corporate codes and existing judicial decisions supply these terms ‘for free’ to every corporation, enabling the venturers to concentrate on matters that are specific to their undertaking” (EASTERBROOK; FISCHEL, 1989, p. 1.444).

como a limitação ou ilimitação da responsabilidade dos sócios, podem contribuir para a solução de problemas de agência, a menor custo (CAVALLI, 2013, p. 206).

Conclusão

Ambas as soluções – alteração legislativa para a redução da quantidade de ações preferenciais que podem ser emitidas por uma sociedade anônima e regras de governança estabelecidas no estatuto social das companhias que confirmem direitos para as ações preferenciais – são compatíveis com a teoria da firma desenvolvida por Meckling e Jensen.

No caso analisado pela CVM, o órgão regulador entendeu que é possível compensar os problemas de agência gerados pela desproporção entre capital investido e direito de voto por regras previstas no estatuto social da companhia, que concedam direitos para as ações preferenciais. As superpreferenciais são uma forma de compensar.

A CVM, por meio de decisão do colegiado no processo CVM RJ 2013-5993, acata integralmente a teoria da firma formulada por Meckling e Jensen, pois presume que existe liberdade de contratação entre acionistas, retira da esfera da lei e do regulador a responsabilidade pela imposição da adoção de mecanismos de alinhamento de interesse e remete para o mercado a solução dos problemas de agência.

Concluindo, de acordo com as citadas teorias e com a decisão do colegiado da CVM, a adoção de boas regras de governança é o que assegura a valorização das ações de uma companhia: em vez de traçar deveres fiduciários para os controladores e administradores, se

as empresas estão competindo por capital e alguma empresa adota uma regra de governança considerada boa pelo mercado, todas serão incentivadas, pelo mercado, a adotar essa regra.

Referências

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo CVM nº RJ 2013/5993. RA/CVM/SEP/GEA-2/nº 111/2013, de 15.10.2013a.

_____. Processo CVM nº RJ 2013/5993. PARECER/Nº 009/2013/PFE-CVM/PGF/AGU, 2013b.

CAVALLI, C. *Empresa, direito e economia*. Rio de Janeiro: Forense, 2013.

COSTA E SILVA, F. *As ações preferenciais na Lei 10.303, de 31.10.2001: proporcionalidade com as ações ordinárias; vantagens e preferências*. Forense, 2002. Disponível em: <<http://www.bocater.com.br/wp-content/uploads/2013/10/artigo-2002-09.pdf>>. Acesso em: 10 out. 2017.

EASTERBROOK, F. H.; FISCHER, D. R. The corporate contract, 1989. (89 Columbia Law Review 1.416). Disponível em: <http://chicagounbound.uchicago.edu/journal_articles/1164/>. Acesso em: 10 out. 2017.

GORGA, É. *Direito societário atual*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

MECKLING, W.; JENSEN, M. C. Teoria da firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade. *RAE – Revista de Administração de Empresas*, v. 48, n. 2, p. 87-123, abr.-jun. 2008.